



玉山投顧
E.SUN Investment Consulting

研究報告

產業：散熱

雙鴻(3324.TT)

買進(調升)

TP：910

水冷板打入 RVL 一掃過去陰霾，且有望獲得更多訂單，營運看旺

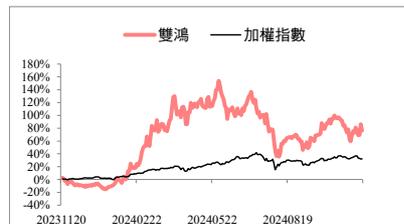
核心觀點

雙鴻獲得 Nvidia 水冷板、QD RVL 認證，一掃原先美系系統廠轉單陰霾，未來有望獲得更多訂單，預估 2025 年水冷營收占比達 41%，故調升投資評等至「買進」。

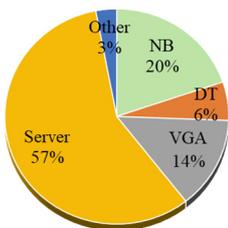
交易資料

收盤價	663.00
市值(億元)	606.60
流通在外股數(百萬股)	91.40
本益比(2025F)	17.43
股價淨值比	6.14
240 日股價(低/均/高)	317/621.94/965
60 日均成交額(百萬元)	3198.13

相對報酬率



2025年產品比重預估



CSR 天下永續公民獎

企業類別	2023 排名	2022 排名	平均總分	公司治理	企業承諾	社會參與	環境永續
-	-	-	-	-	-	-	-

資料來源：天下雜誌

2023 年公司治理評鑑

項目一	評鑑結果排名
上櫃公司	36%至 50%
項目二	評鑑結果排名
市值 100 億元以上之電子類	61%至 100%

資料來源：證基會

研究員：陳冠勳

justin9486-71870@esunsec.com.tw

重要訊息

雙鴻召開法說會，說明24Q3營運及未來展望。

玉山觀點

24Q3 營收、獲利均不如預期。雙鴻24Q3營收42.2億元，QoQ-1.48%、YoY+20.83%，營收達成率僅86%，大幅不如預期，主因客戶更改設計及 QD缺料所致，水冷佔比由24Q2的20%下滑至16%，毛利率則受制於產品組合轉差下滑2.1ppt至26.34%，另外，因應客戶產品開案，研發費用增加20%，以及認列匯兌損失8,400萬，拖累稅後EPS下滑至4.42元，亦大幅不如預期。

顯卡換代升級，預估VGA散熱營收成長兩成。RTX 50系列顯卡將於25Q1問世，且3A大作大量推出，RTX 30系列顯卡已無法因應遊戲要求，而當前 RTX 40系列顯卡庫存已見底，消費者將直接選擇RTX 50系列顯卡，預估VGA出貨量有望年增10%，而RTX 50系列TDP達到500至600W，將採用熱管結合VC模組，ASP提升約15%，故預估2025年VGA散熱營收將年增兩成。

雙鴻通過RVL認證，一掃美系轉單陰霾並將有望獲得更多訂單。雙鴻原先主要水冷客戶為美系系統組裝廠，因其帳務問題將面臨下市，CSP依據公司治理或將轉單往其他ODM廠，衝擊雙鴻水冷營收，所幸公司水冷板、QD近日通過Nvidia RVL認證，CSP客戶將持續採用。我們認為水冷板、CDM仍為雙鴻未來主要成長動能，推測公司水冷板市佔率為3成左右，且因多項水冷產品通過RVL認證(水冷板、CDM、QD、水冷機櫃)，有望增加客戶採用度，故調整整體水冷零組件2024/2025年營收占比至14/41%。產能部分，雙鴻目前水冷產能集中於中國、泰國、台灣，進入量產後水冷板產能為300K/月，CDM為5K組。

投資建議

雙鴻獲得Nvidia水冷板、QD RVL認證，一掃原先美系系統廠轉單陰霾，且CDU、Side Car正在驗證當中，未來有望獲得更多訂單，預估2025年水冷營收占比達41%，上修EPS至38.05元，並調升投資評等至「買進」，目標價910元(24倍PER*2025EPS)。

圖表1、簡易損益表

(單位：百萬元)

	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4(F)	2024(F)	2025(F)
營收	3,152	4,283	4,219	4,047	15,701	23,818
YoY	-3.92%	64.96%	20.83%	21.01%	23.50%	51.70%
毛利率	24.47%	28.39%	26.34%	26.70%	26.62%	28.97%
營益率	10.45%	16.04%	12.87%	15.46%	13.92%	18.03%
稅後淨利	396	632	398	518	1,944	3,476
EPS(元)	4.46	7.10	4.42	5.67	21.65	38.05

圖表 2、季度財測修正

百萬元	更新預估		前次預估		差異(%)	
	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4	24Q3	24Q4
營收	4,219	4,047	4,892	4,786	(13.74)	(15.44)
毛利	1,111	1,081	1,345	1,350	(17.37)	(19.95)
營業利益	543	626	765	813	(29.01)	(23.02)
稅前淨利	514	647	804	833	(36.12)	(22.38)
稅後淨利	398	518	636	667	(37.35)	(22.38)
每股盈餘(元)	4.42	5.67	7.10	7.45	(37.77)	(23.94)
財務比率(%)						
毛利率	26.34	26.70	27.49	28.21	(4.20)	(5.34)
營業率	12.87	15.46	15.64	16.98	(17.70)	(8.93)
淨利率	12.17	15.98	16.44	17.41	(25.94)	(8.23)

資料來源：玉山投顧(2024/11)

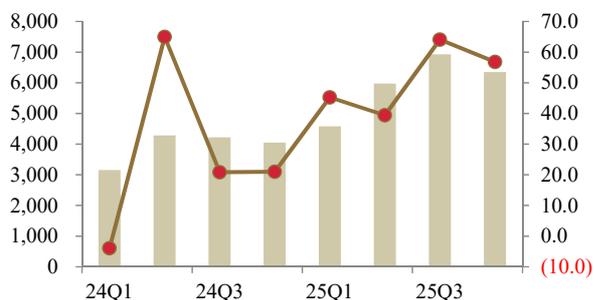
圖表 3、季度財務資訊

百萬元	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	2024	25Q1	25Q2	25Q3	25Q4	2025
營業收入	3,152	4,283	4,219	4,047	15,701	4,578	5,972	6,923	6,345	23,818
營業毛利	771	1,216	1,111	1,081	4,179	1,279	1,733	2,019	1,869	6,899
營業費用	442	529	568	455	1,994	459	708	725	713	2,604
營業利益	329	687	543	626	2,185	820	1,025	1,295	1,156	4,295
淨業外收支	167	97	(29)	21	255	24	23	33	31	111
稅前淨利	496	783	514	647	2,440	844	1,048	1,328	1,186	4,406
稅後淨利	396	632	398	518	1,944	661	836	1,029	950	3,476
EPS(元)	4.46	7.10	4.42	5.67	21.65	7.24	9.15	11.27	10.39	38.05
財務比率										
毛利率	24.47	28.39	26.34	26.70	26.62	27.94	29.01	29.16	29.45	28.97
營業利益率	10.45	16.04	12.87	15.46	13.92	17.92	17.16	18.70	18.21	18.03
稅前淨利率	15.74	18.29	12.17	15.98	15.54	18.44	17.55	19.18	18.70	18.50
YoY(%)										
營業收入	(3.92)	64.96	20.83	21.01	23.50	45.26	39.45	64.08	56.78	51.70
營業毛利	5.28	127.02	19.91	33.40	39.07	65.85	42.52	81.69	72.92	65.10
營業利益	(9.94)	361.79	13.64	62.95	58.75	149.13	49.24	138.35	84.64	96.58
稅前淨利	40.71	161.48	(14.22)	104.11	55.62	70.14	33.84	158.49	83.44	80.61
稅後淨利	42.7	164.14	(19.03)	131.58	57.78	67.15	32.29	158.45	83.44	78.86
QoQ(%)										
營業收入	(5.76)	35.88	(1.48)	(4.09)		13.13	30.45	15.93	(8.36)	
營業毛利	(4.79)	57.61	(8.58)	(2.76)		18.38	35.44	16.54	(7.45)	
營業利益	(14.27)	108.58	(20.91)	15.22		31.07	24.95	26.31	(10.74)	
稅前淨利	56.62	57.87	(34.42)	25.88		30.56	24.18	26.66	(10.67)	
稅後淨利	76.96	59.75	(36.99)	30.00		27.73	26.44	23.10	(7.73)	

資料來源：玉山投顧(2024/11)

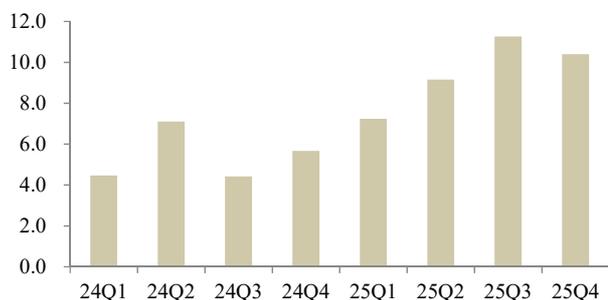
圖表 4、季營收 YoY

(單位：百萬元，%)



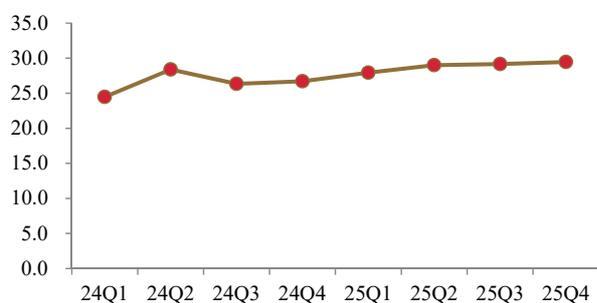
圖表 5、季每股盈餘

(單位：元)



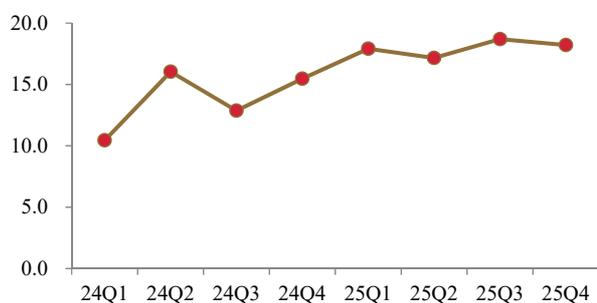
圖表 6、季毛利率

(單位：%)



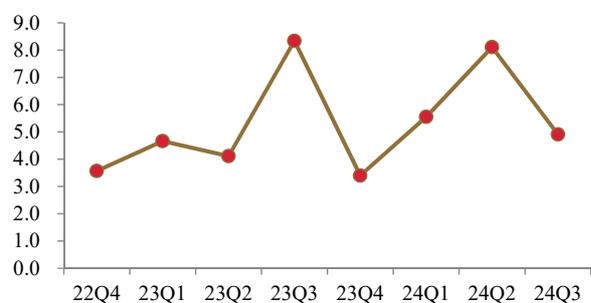
圖表 7、季營業利益率

(單位：%)



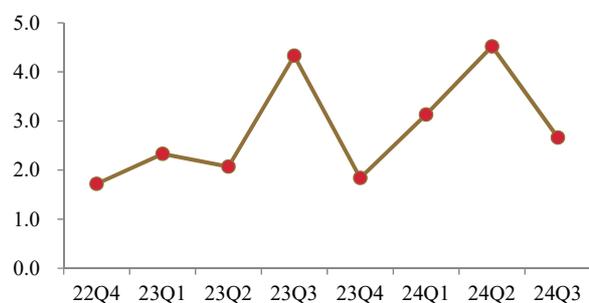
圖表 8、稅後股東權益報酬率

(季未年化)



圖表 9、稅後資產報酬率

(季未年化)



圖表 10、本益比區間



圖表 11、股價淨值比區間



資料來源：CMoney，玉山投顧(2024/11)

年損益表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
營業收入	13,857	12,713	15,701	23,818	
營業成本	11,135	9,708	11,522	16,919	
營業毛利	2,722	3,005	4,179	6,899	
營業費用	1,549	1,629	1,994	2,604	
營業利益	1,173	1,376	2,185	4,295	
營業外收支淨額	455	191	255	111	
稅前淨利	1,628	1,568	2,440	4,406	
稅後淨利	1,264	1,232	1,944	3,476	
普通股股本	884	884	914	914	
EPS(元)	14.68	14.31	21.65	38.05	
年成長率					
營收	-2.8%	-8.3%	23.5%	51.7%	
營業利益	-14.9%	17.3%	58.8%	96.6%	
稅前淨利	14.5%	-3.7%	55.6%	80.6%	
母公司稅後淨利	11.6%	-2.5%	57.8%	78.9%	
獲利能力比率					
毛利率	19.6%	23.6%	26.6%	29.0%	
營業利益率	8.5%	10.8%	13.9%	18.0%	
稅前淨利率	11.7%	12.3%	15.5%	18.5%	
稅後淨利率	9.1%	9.7%	12.4%	14.6%	

資產負債表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
流動資產	8,420	8,653	10,555	15,722	
現金及約當現金	1,484	1,366	1,687	2,559	
存貨	2,072	2,307	2,849	4,322	
應收帳款及票據	4,490	4,419	5,458	8,279	
其他流動資產	374	561	561	561	
長期投資	104	117	117	117	
固定資產	2,715	3,126	3,710	4,269	
其他長期資產	504	715	715	715	
資產總額	11,743	12,612	15,098	20,824	
流動負債	5,620	4,787	4,730	7,175	
應付帳款及票據	2,834	3,130	3,866	5,864	
短期借款	432	126	155	236	
什項負債	2,354	1,531	1,513	2,295	
非流動負債	313	959	2,906	4,275	
負債總額	5,933	5,745	7,636	11,450	
普通股股本	884	884	914	914	
資本公積	1,307	1,674	1,674	1,674	
保留盈餘	3,885	4,558	5,611	7,523	
股東權益總額	5,566	6,635	7,462	9,374	

現金流量表		單位:百萬元			
	2022	2023	2024(F)	2025(F)	
稅前淨利	1,628	1,568	2,440	4,406	
折舊及攤提費用	536	470	480	487	
本期營運資金變動	-769	301	-845	-2,296	
其他項目	-155	-368	-455	-690	
營運活動之現金流量	1,240	1,971	1,620	1,907	
資本支出	-569	-752	-1,064	-1,046	
本期長期投資變動	0	0	0	0	
其他項目	-63	-301	-1,642	-548	
投資活動之現金流量	-633	-1,053	-2,706	-1,594	
短期借款及票券變動	-71	-305	30	80	
舉措/償還長期借款	10	-81	1,948	1,369	
發行/償還公司債	0	0	0	0	
現金增資	0	0	0	0	
發行現金股利	-517	-577	-569	-890	
其他項目	0	0	0	0	
融資活動之現金流量	-629	-1,007	1,408	559	
匯率影響數	12	-29	0	0	
本期現金流量	-10	-118	321	872	
期末現金及約當現金	1,484	1,366	1,687	2,559	

重要財務比率		2022	2023	2024(F)	2025(F)
資產品質比率					
負債比率	50.5%	45.6%	50.6%	55.0%	
槓桿比率	106.6%	86.6%	102.3%	122.1%	
流動比率	149.8%	180.8%	223.2%	219.1%	
速動比率	113.0%	132.6%	162.9%	158.9%	
存貨週轉率(次)	5.10	4.43	4.47	4.72	
存貨週轉天數	70.54	81.19	80.55	76.30	
應收帳款週轉率(次)	2.57	2.53	2.59	2.49	
應收帳款週轉天數	120.36	122.35	113.23	103.81	
總資產週轉率(次)	1.18	1.01	1.04	1.14	
淨值週轉率(次)	2.49	1.92	2.10	2.54	
股東權益報酬率	24.5%	20.2%	27.6%	41.3%	
總資產報酬率	10.9%	10.2%	14.0%	19.4%	
OCF/流動負債	22.1%	41.2%	34.2%	26.6%	
每股比率					
每股淨值(元)	62.96	74.14	81.67	102.60	
每股營收(元)	156.76	143.76	171.85	260.69	
每股盈餘(元)	14.68	14.31	21.65	38.05	
每股現金股利(元)	6.61	6.44	9.74	17.12	
現金股利配發率	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%	

玉山證券投資顧問股份有限公司（以下簡稱「玉山投顧」）為玉山金融事業群之成員。

研究報告可自本公司網站(www.esunconsulting.com.tw)取閱。

研究人員聲明

研究人員聲明無任何其個人報酬來自於本研究報告的建議或觀點。

免責聲明

玉山投顧已針對報告內容力求正確，並為研究人員就其專業能力提供之善意分析，財務預估及投資評等係就報告發行當時，所收集之資訊進行合理之判斷，日後若有資訊更新，玉山投顧將不針對此報告出具更新通知。本報告僅供投資人參考，玉山投顧不負任何投資盈虧之法律責任，如引用本文，須經本公司同意。

智慧財產權聲明

本資料各項內容之各項權利及智慧財產權（包括但不限於著作權、專利權、商標權等）均屬玉山投顧所有。除非獲得玉山投顧事前書面同意外，均不得擅自以任何形式複製、重製、修改、發行、上傳、張貼、傳送、散佈、公開傳播、販售或其他非法使用本資料。除非有明確表示，本資料之提供並無明示或暗示授權 貴方任何著作權、專利權、商標權、商業機密或任何其他智慧財產權。

CSR 天下永續公民獎

《天下雜誌》主辦之天下永續公民獎，與世界同步，以公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續等指標，評選出台灣最具未來性的新價值企業。為企業接軌國際，訂定競爭力新標準。

【天下永續100強】

邀請過去3年內（2020-2022年）有2年獲利為正的全台所有企業參加（外商不受獲利限制），並分為大型企業、中堅企業、外商企業、小巨人組4組評選。評選將綜合參賽企業4大構面（公司治理、企業承諾、社會參與、環境永續）表現，依總分排序取各組應入選家數，並於4組中各選出首次入榜且名次最佳者1席為當年度「新秀獎」。

評選構面：

公司治理：主要衡量董事會的獨立性及資訊揭露透明度

企業承諾：著眼人才培育、幸福職場的打造，及供應鏈提升與對消費者承諾

社會參與：衡量企業是否長期投入特定社會議題、並發揮積極影響力

環境永續：調查企業在環保及能源管理上具有具體目標與作法